

# 国際収支から見た日本経済の課題と処方箋 ～「強い円」はどこへ行ったのか～

みずほ銀行

2024年3月

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌大輔

[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

ともに挑む。ともに実る。

**MIZUHO**

The Mizuho Bank logo consists of the word "MIZUHO" in a bold, blue, sans-serif font. Below the text is a stylized red and blue wave graphic that curves under the letters.

※ご参考：筆者や当行発行レポートのご紹介

## 【経歴：唐鎌 大輔】

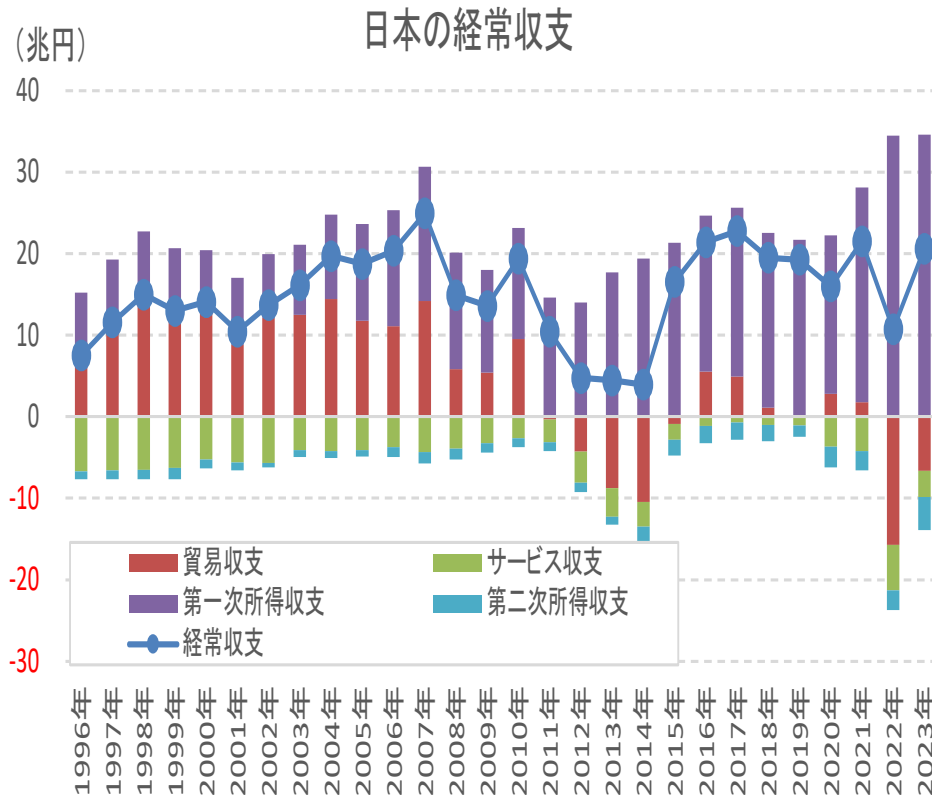
慶大経卒後、JETRO入構、貿易投資白書の執筆などを務める。日本経済研究センターへ出向し、日本経済の短期予測などを担当。その後、欧州委員会経済金融総局（ベルギー）に出向し、EU経済見通しの作成などに携わった。08年10月より、みずほコーポレート銀行（現みずほ銀行）。著書に『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』（東洋経済新報社、14年7月）、『ECB 欧州中央銀行：組織、戦略から銀行監督まで』（東洋経済新報社、17年11月）、『アフター・メルケル「最強」の次にあるもの』（日経BP社、21年12月）、『「強い円」はどこへ行ったのか』（日経BP社、22年9月）、『沈まぬユーロ-多極化時代における20年目の挑戦』（共著、文真堂、21年3月）。TV出演：テレビ東京『モーニングサテライト』、日経CNBC『昼エクспレス』など。連載：ロイター、東洋経済、ダイヤモンド、Business Insiderなど。その他メディア出演多数。所属学会：日本EU学会。

## 【発行レポート：過去1年分のバックナンバー】

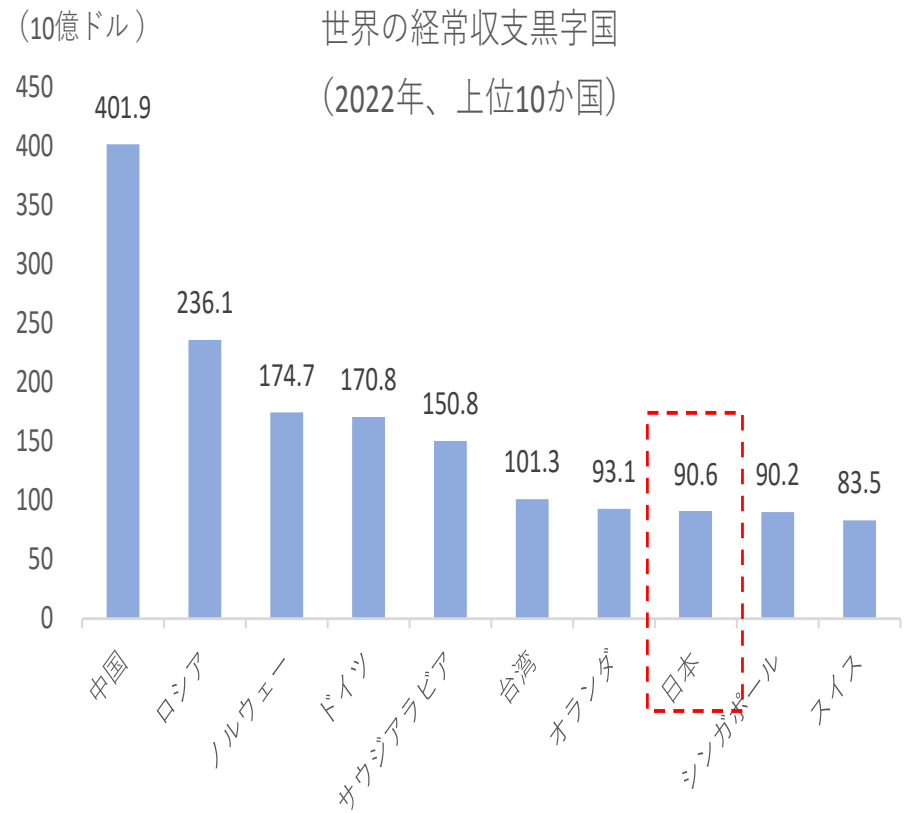
- ・『みずほマーケット・トピック』：<https://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>
- ・『中期為替相場見通し』：<https://www.mizuhobank.co.jp/forex/mid.html>

# 経常黒字は「強い円」の象徴か？～統計上は黒字大国～

- ◆ **日本は確かに経常黒字大国。問題はそれでも円安になったという事実。**
  - 「経常黒字だから」、「対外純資産が世界最大だから」では不十分。
  - **「統計上の黒字」≠「実際のキャッシュフロー」という認識は必要。**



(資料)財務省



(資料) IMF, WEO 2023 Oct.

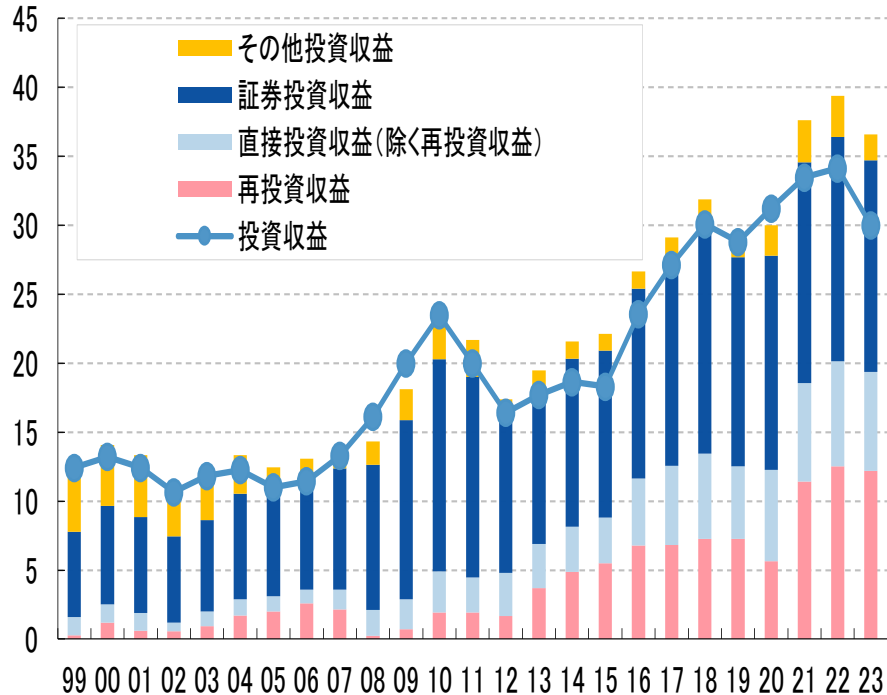
# 経常黒字は「強い円」の象徴か？～CFで揺らぐ黒字大国～

◆ **第一次所得収支＝投資収益＋雇用者報酬。ほぼ投資収益である。**

➤ **投資収益＝①直接投資収益＋②証券投資収益＋③その他投資収益。**

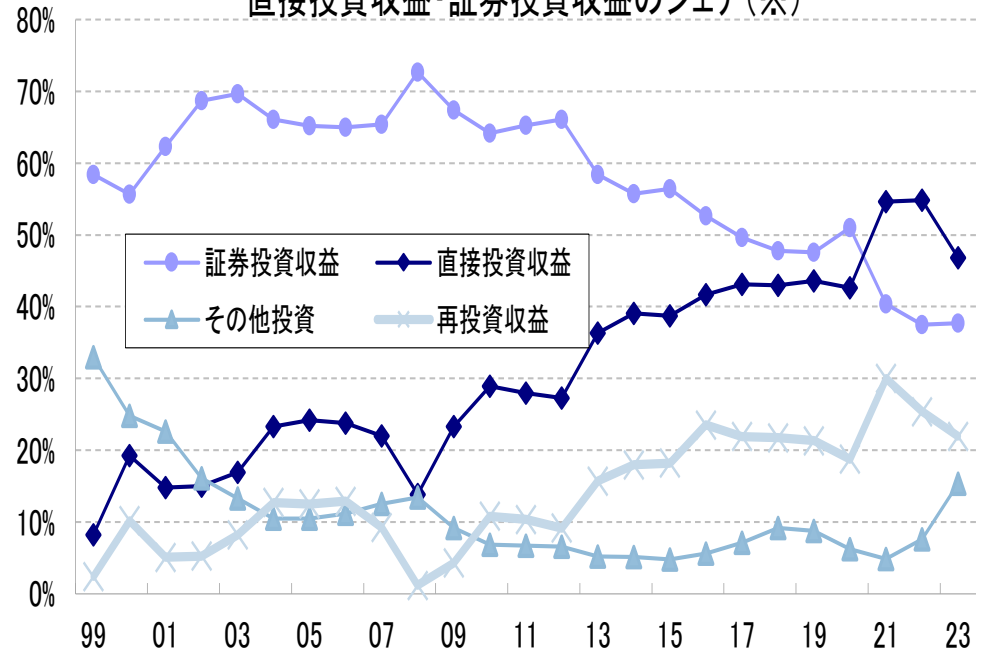
➤ **証券投資収益で4割弱、再投資収益で3割弱。7割弱、戻らず？**

(兆円) 本邦の投資収益内訳と推移  
(受取ベース)



(資料)日本銀行

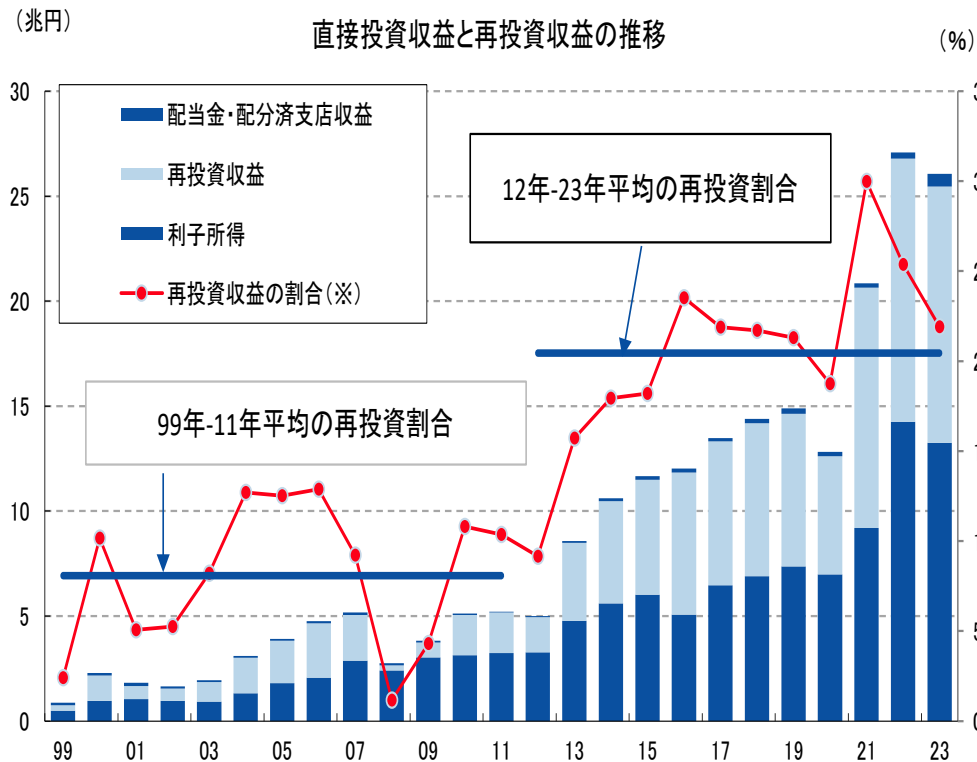
第一次所得収支に占める  
直接投資収益・証券投資収益のシェア(※)



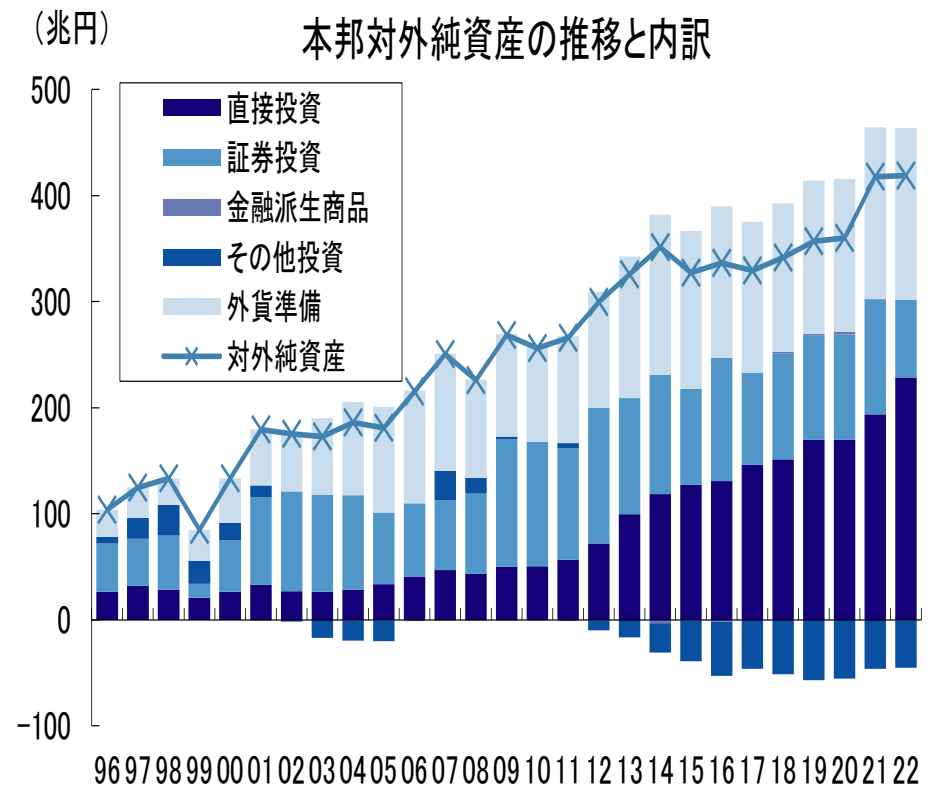
(資料)日本銀行、※受取ベース

# 経常黒字は「強い円」の象徴か？～対外直投は増えつつ、戻らず～

- ◆ **日本企業による対外直接投資は過去10年余りで急増してきた。**
  - しかし、対外直投で出て行った円は「戻らない円」である。
  - 今や対外純資産残高の半分を占める。**恐らくこうした構造変化が「安全資産としての円買い」が消えた理由の1つではないか。**



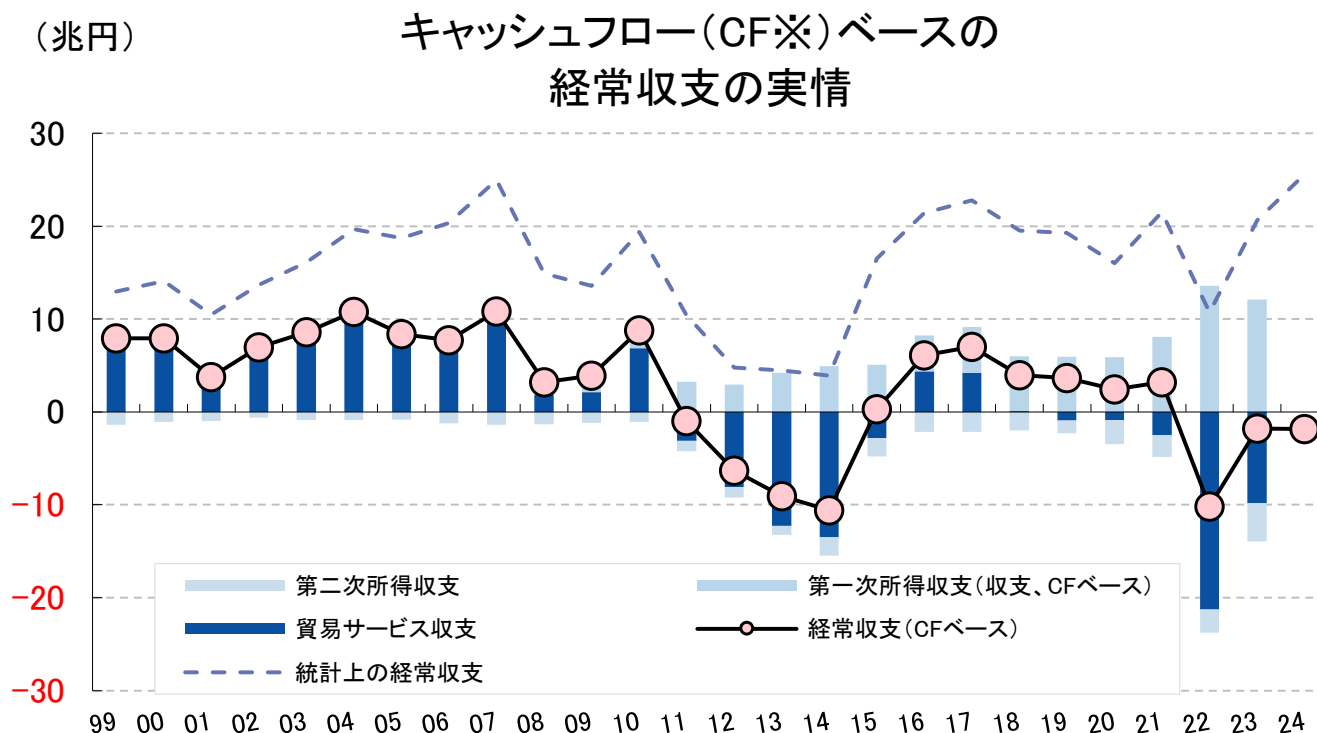
(資料)日本銀行、※再投資収益が第一次所得収支(受取)に占める割合



(資料)財務省

◆ 為替相場にとって重要なのは符号や水準ではなく、キャッシュフロー。

- CFベース経常収支は22～23年と赤字だった。統計上の黒字とは乖離がある。
- 過去を振り返ると、アベノミクス初期(13～14年)も22年と同じくらいの赤字。
- 金融危機前はCFベースでも10兆円前後の黒字はあった。



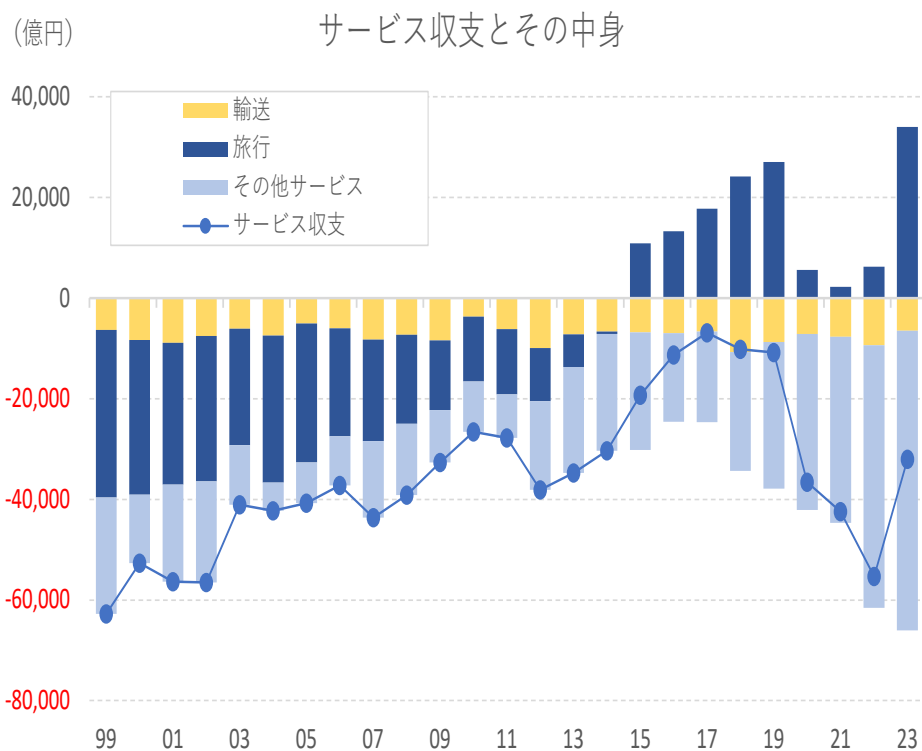
(資料)日本銀行

※第一次所得収支の受取・支払に関し、直接投資収益の「再投資収益」、証券投資収支収益の「配当金」および「債券利子等」は為替取引が発生していないものとし控除している。

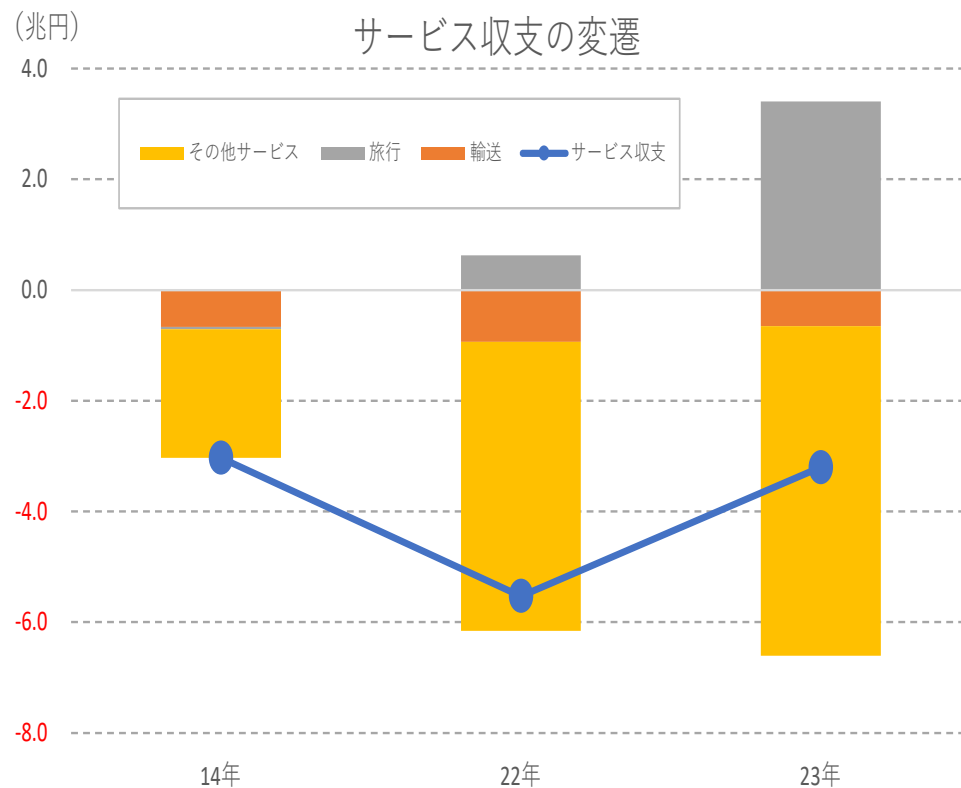
# 経常黒字に潜む「新時代の赤字」～改善の未来を描けず～

## ◆ 日本の為替需給は貿易収支や第一次所得収支が注目されてきた

- しかし、サービス取引の国際化に応じて新しい構造変化が起きつつある。
- 確かに、旅行収支は日本の武器ではある。一方、その他サービス収支は…



(資料) 日本銀行

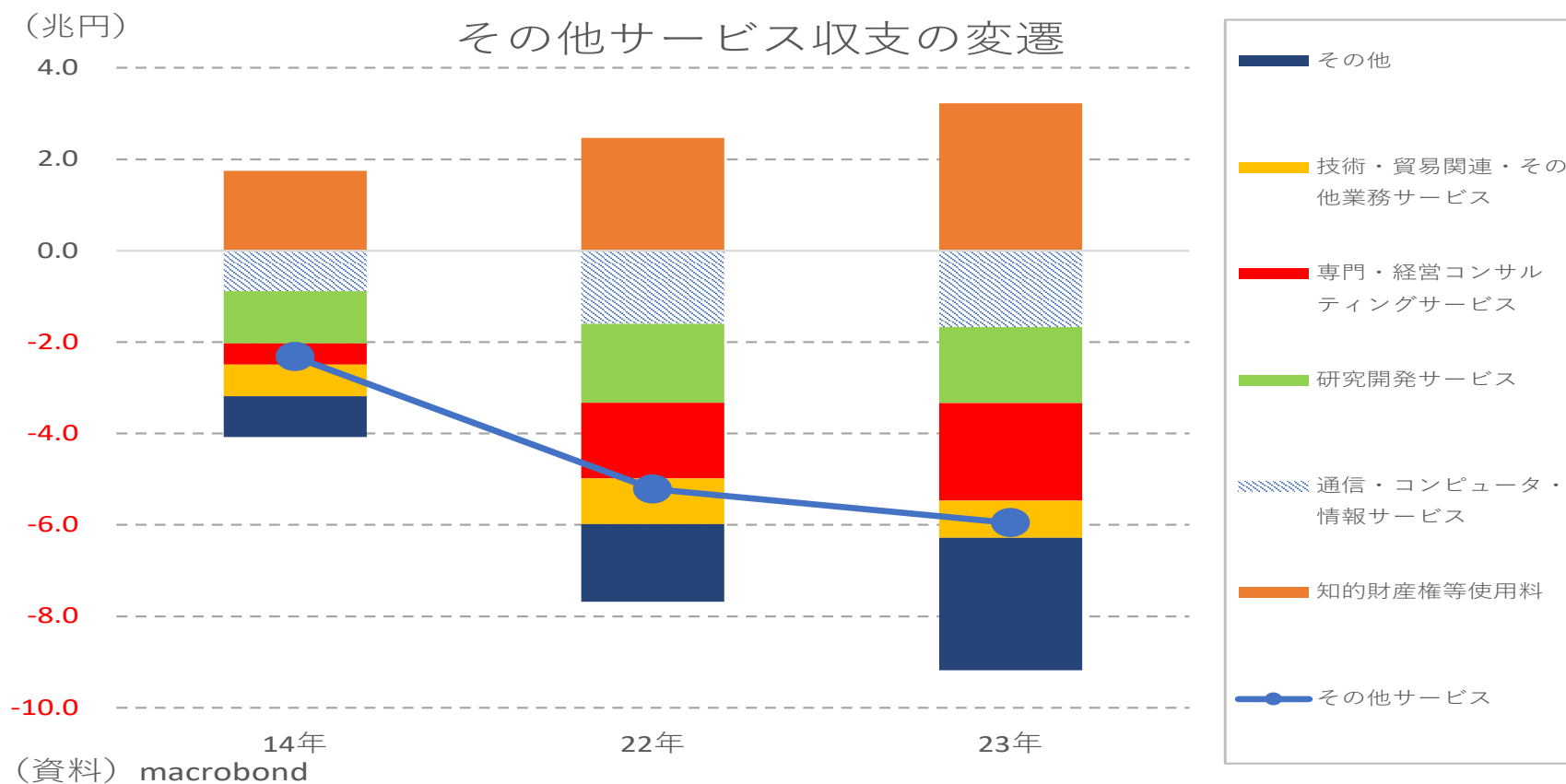


(資料) macrobond

# 「新時代の赤字」とは何か？～基本的にはデジタル関連～

## ◆ 10年で3倍になった「その他サービス収支」赤字の正体。

- デジタルサービスの影響は複数項目に入り込んでいる。
- デジタル以外にはコンサル、研究開発、再保険がキーワード。

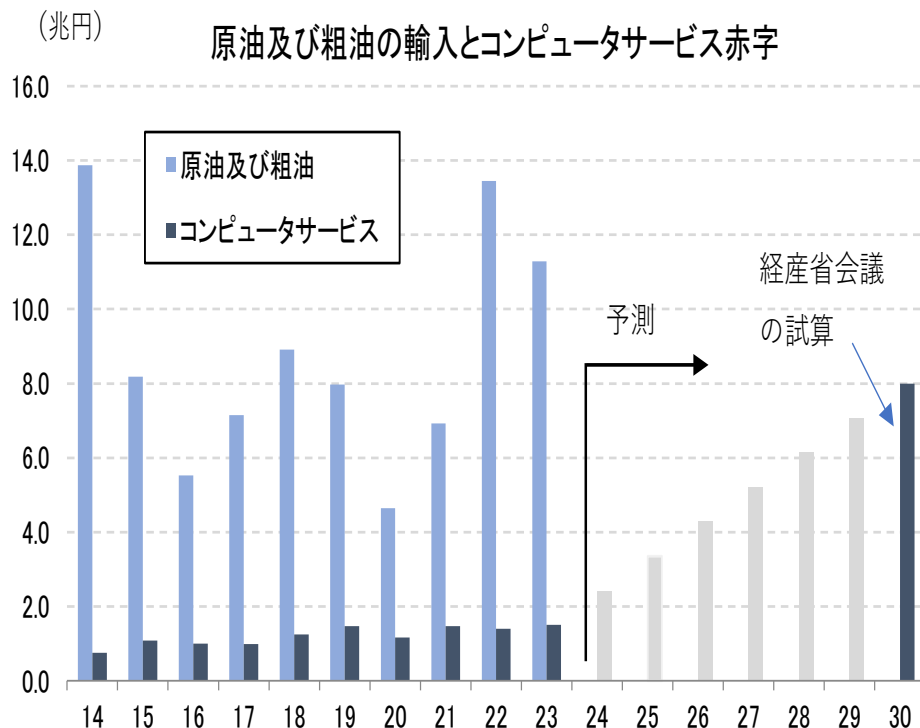




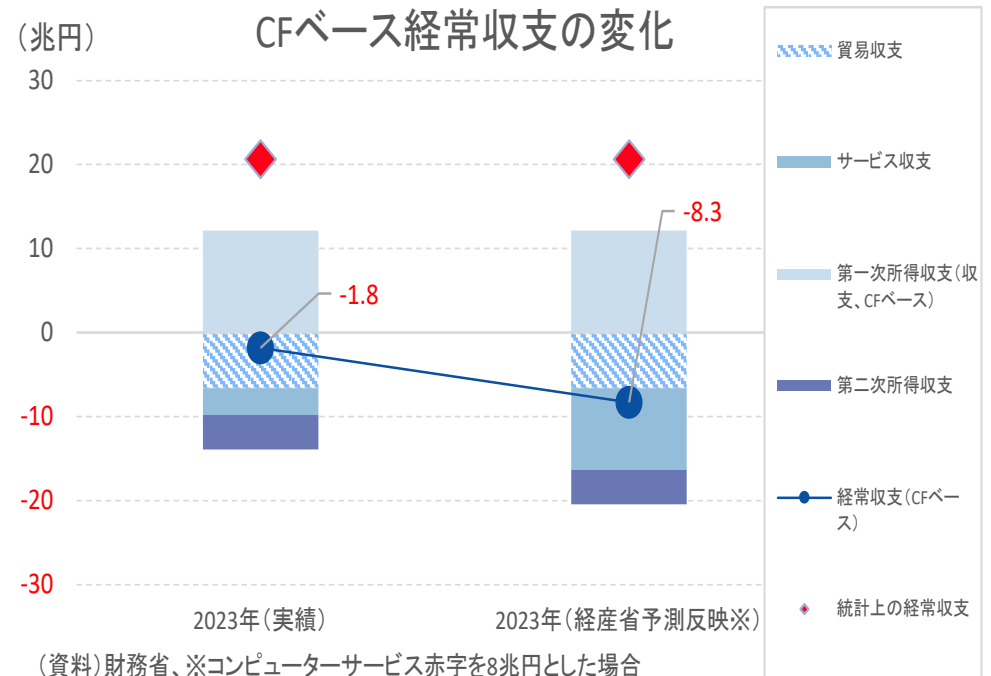
# 「新時代の赤字」とは何か？～将来的な試算はあるか？～

## ◆ 経産省の有識者会議では「2030年までに8兆円」。CPサービス赤字。

- 将来的に原油輸入を超えてくるという表現。
- **CFベース経常収支赤字が慢性的に広がる要因になる。**



(資料) 経済産業省「第6回半導体・デジタル産業戦略検討会議」、macrobond  
※2024-29年は筆者が線形補完で試算したもの。



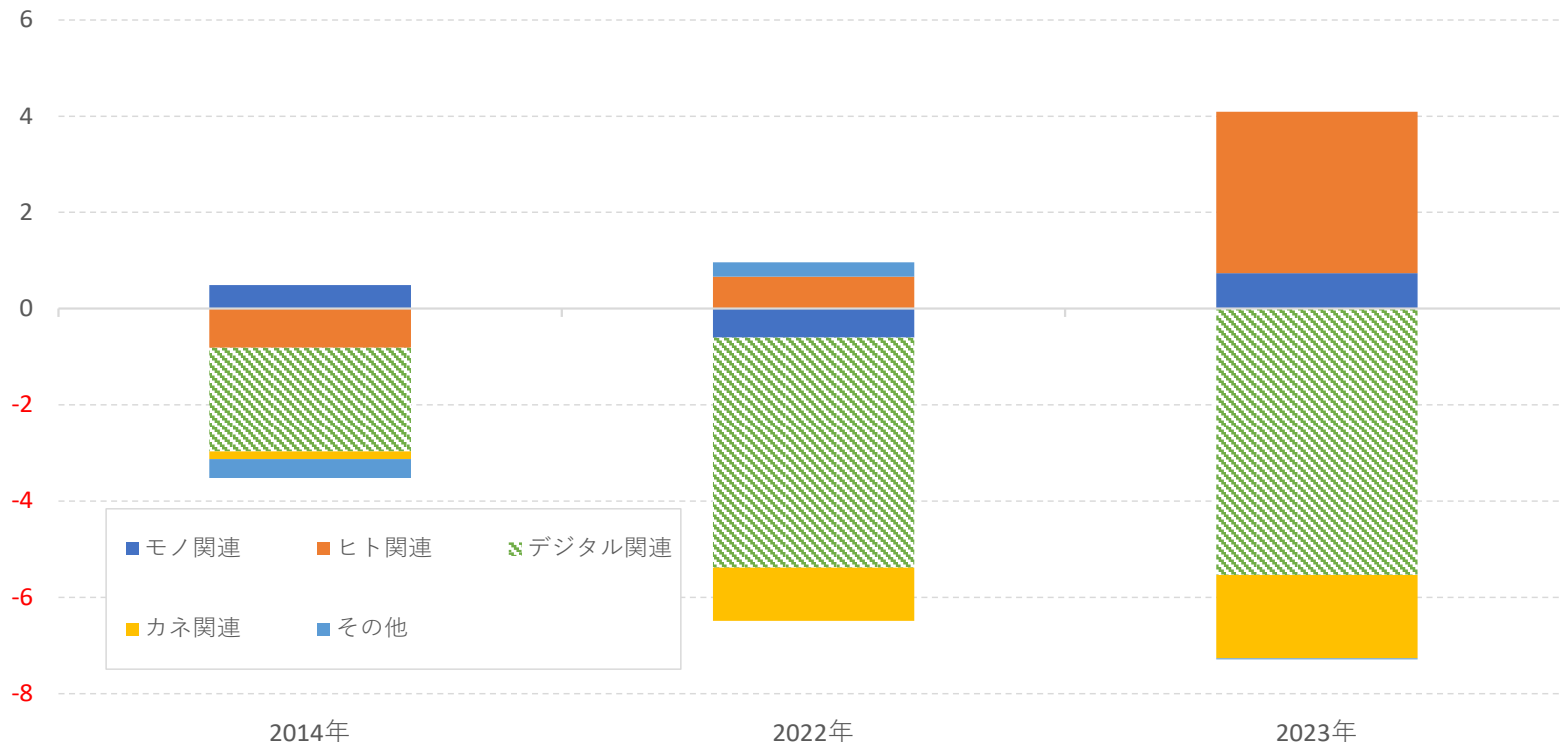
# 「新時代の赤字」とは何か？～基本的にはデジタル関連～

## ◆ 日本のサービス収支は「ヒト vs. デジタル」の時代に入っている。

- 赤字部分はデジタル関連のほか、カネ関連も目立つ。
- 「肉体労働(観光)」で稼いだ外貨は「頭脳労働(デジタル・カネ)」へ。

(兆円)

組替え後サービス収支の変化

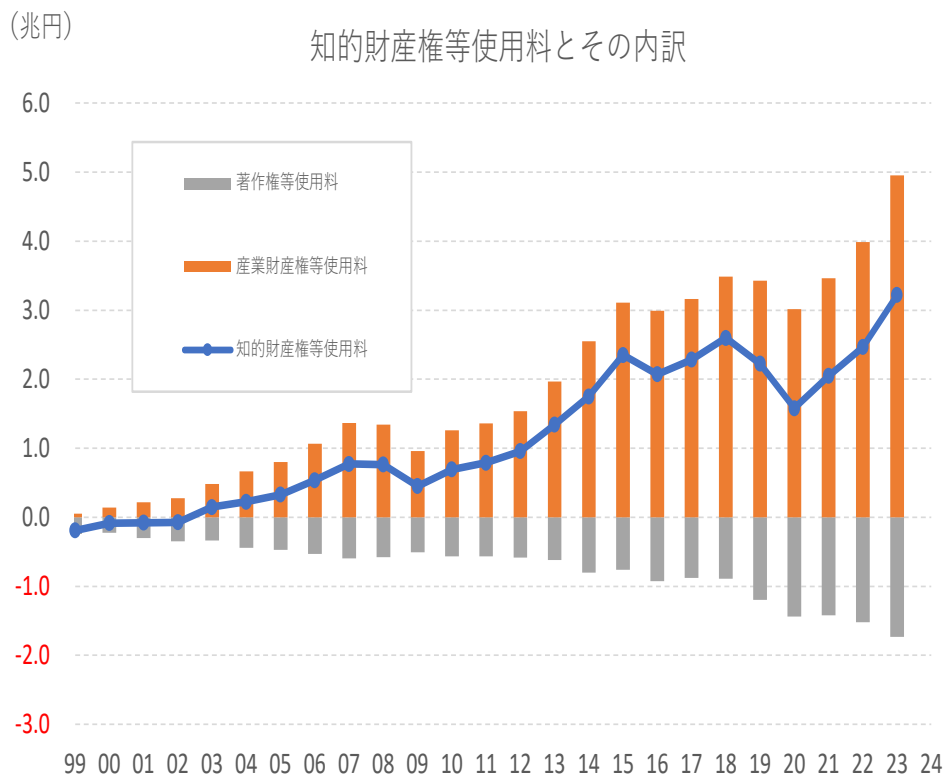


(資料) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」を元に筆者作成

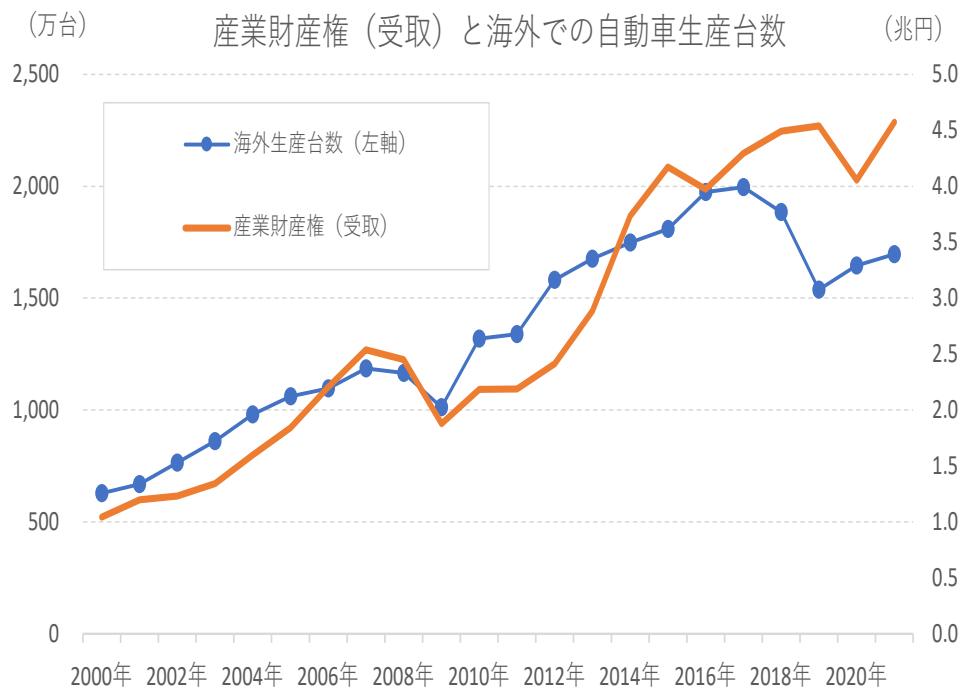
# 「新時代の赤字」とは何か？～基本的にはデジタル関連～

## ◆ 唯一の黒字である知的財産権等使用料も雲行きが怪しい。

- 知的財産権等使用料=①産業財産権等使用料+②著作権等使用料。
- ②の支払が明らかに膨らみ始めている。「ソフトウェアや音楽、映像、学術を複製して頒布するための使用許諾料」と言われている。
- 産業財産権は親子間取引の結果に過ぎない。



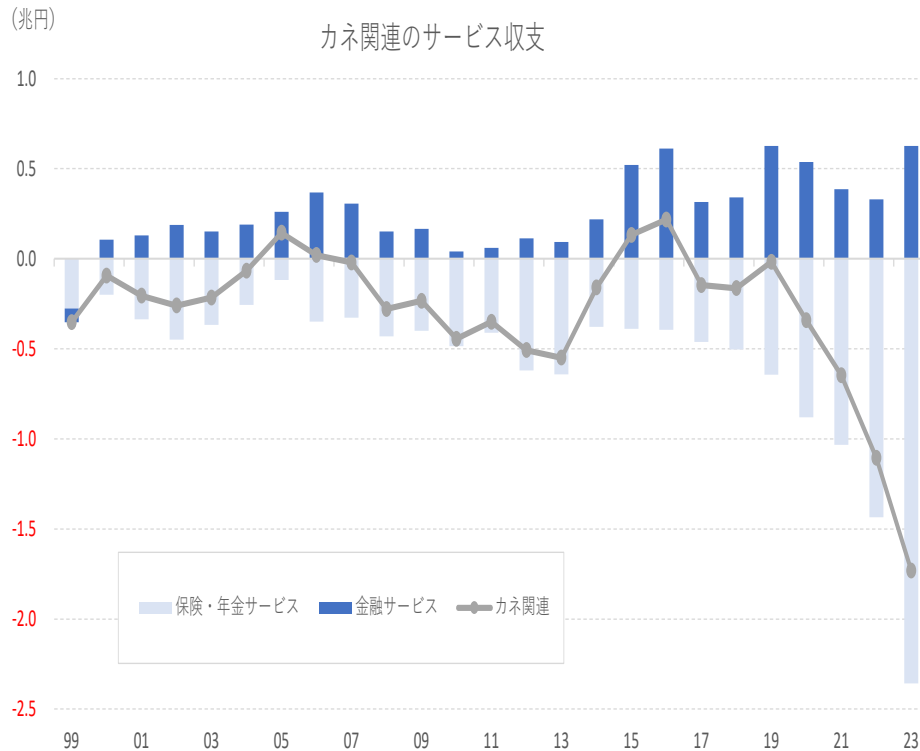
(資料) 日本銀行



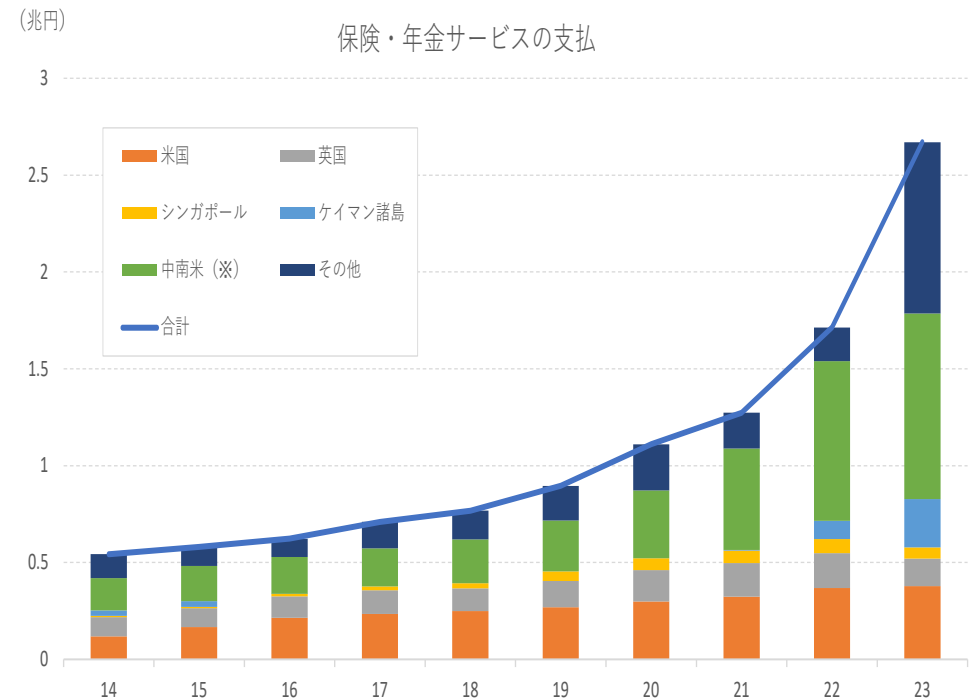
(資料) 日本銀行、日本自動車工業会

## ◆ カネ関連収支とは何か？増える再保険の支払い

- 「投資性の高い保険商品のリスク増」が原因と日銀は指摘。
- 既に保険商品を通じた「貯蓄から投資」は国際収支に影響するほど？



(資料) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」

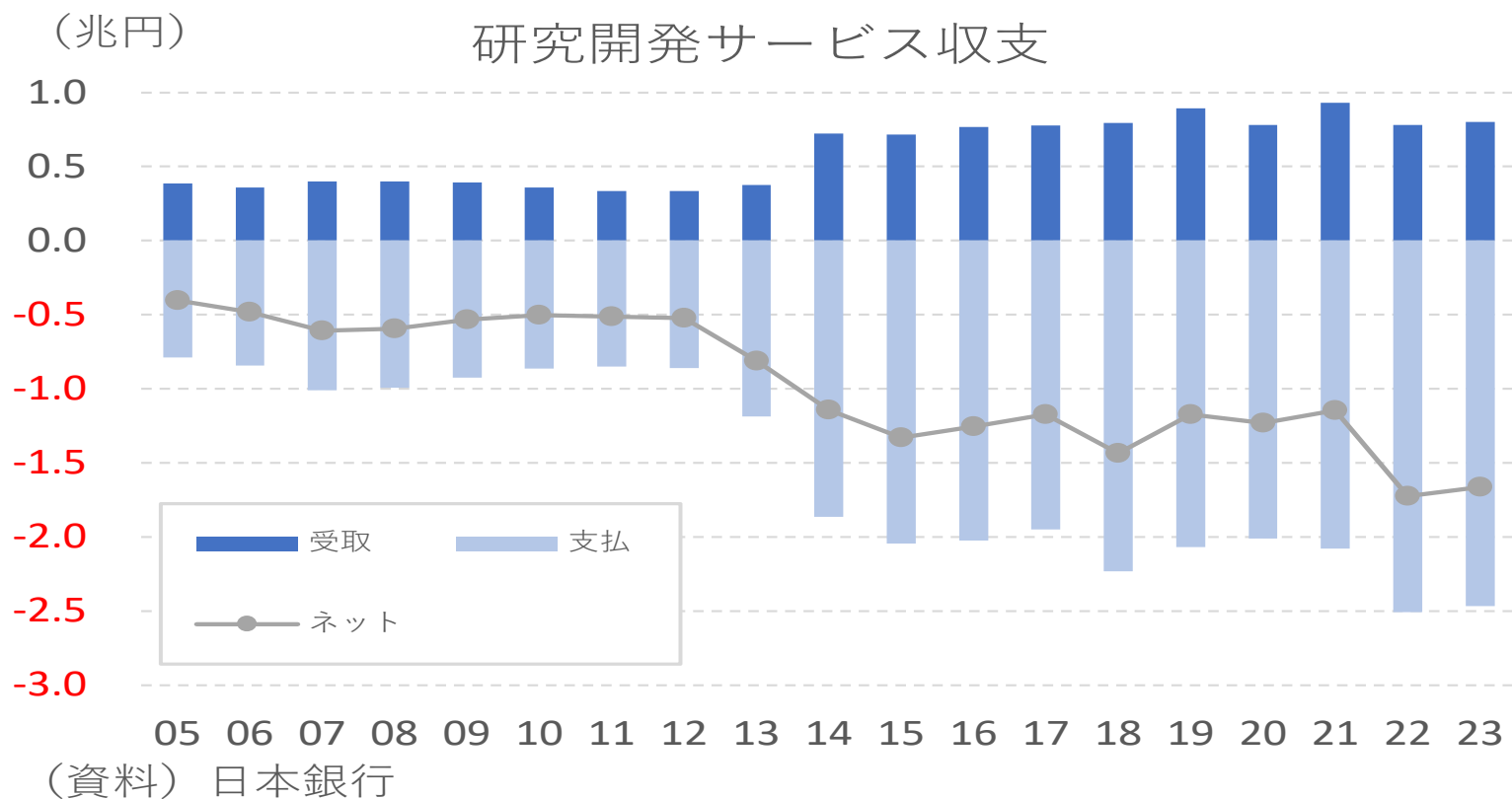


(資料) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」

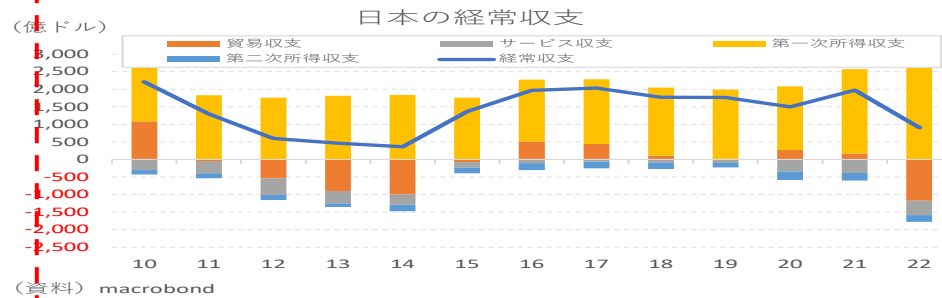
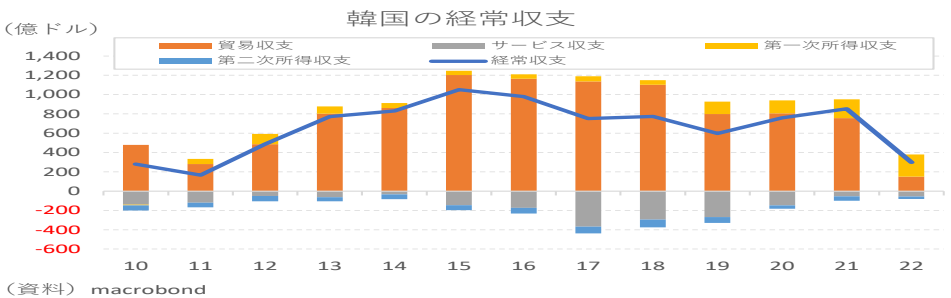
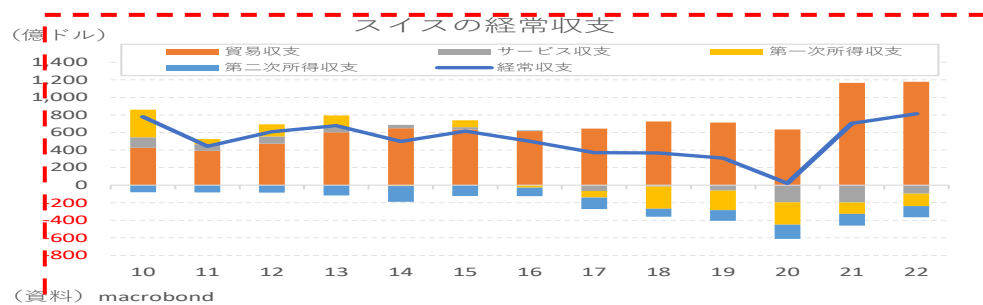
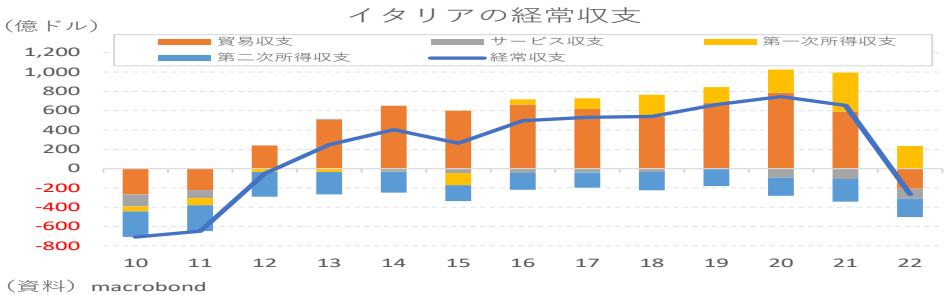
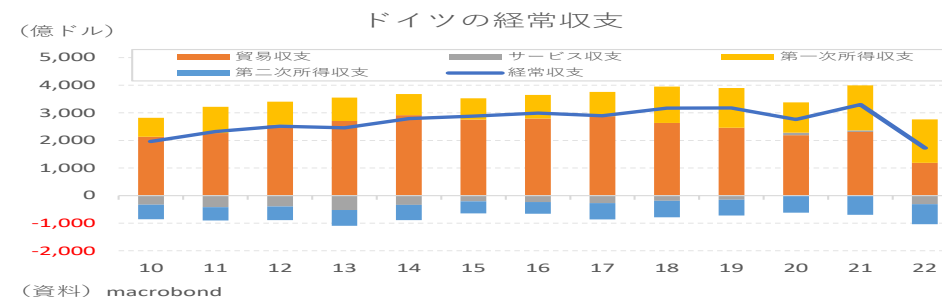
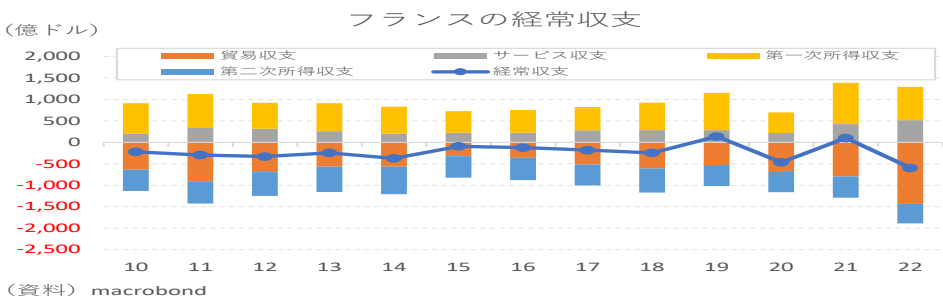
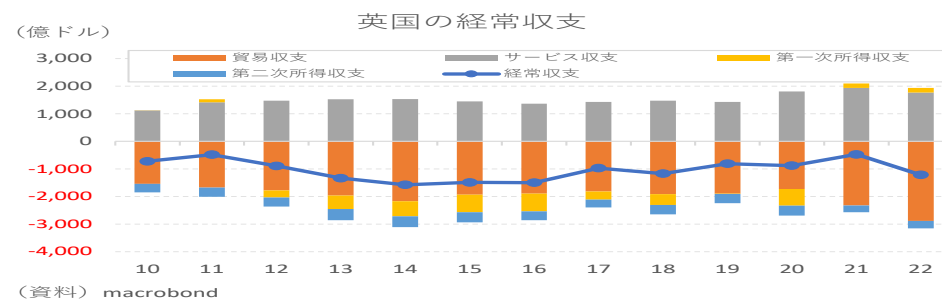
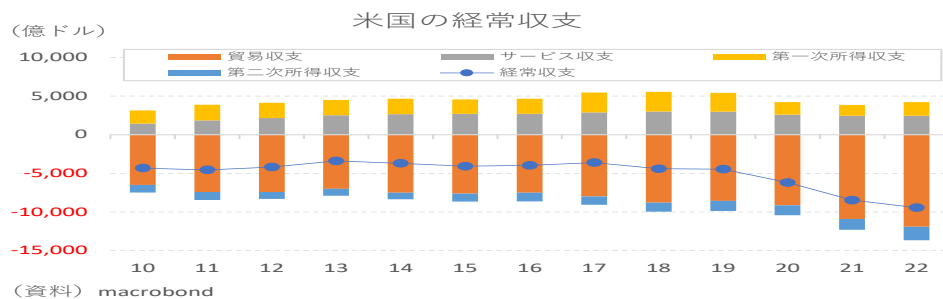
※ケイマン諸島・ブラジル・メキシコを除くベース

# 「新時代の赤字」とは何か？～研究開発からも外貨流出～

- ◆ 14年以降、研究開発サービスの「受取」も増えたが「支払」も急増。
  - 22年、デジタル関連で▲3兆円以上、全体としては▲5兆円以上の赤字。
  - 研究開発のパワーが衰えていることも各種サービス赤字の遠因では？



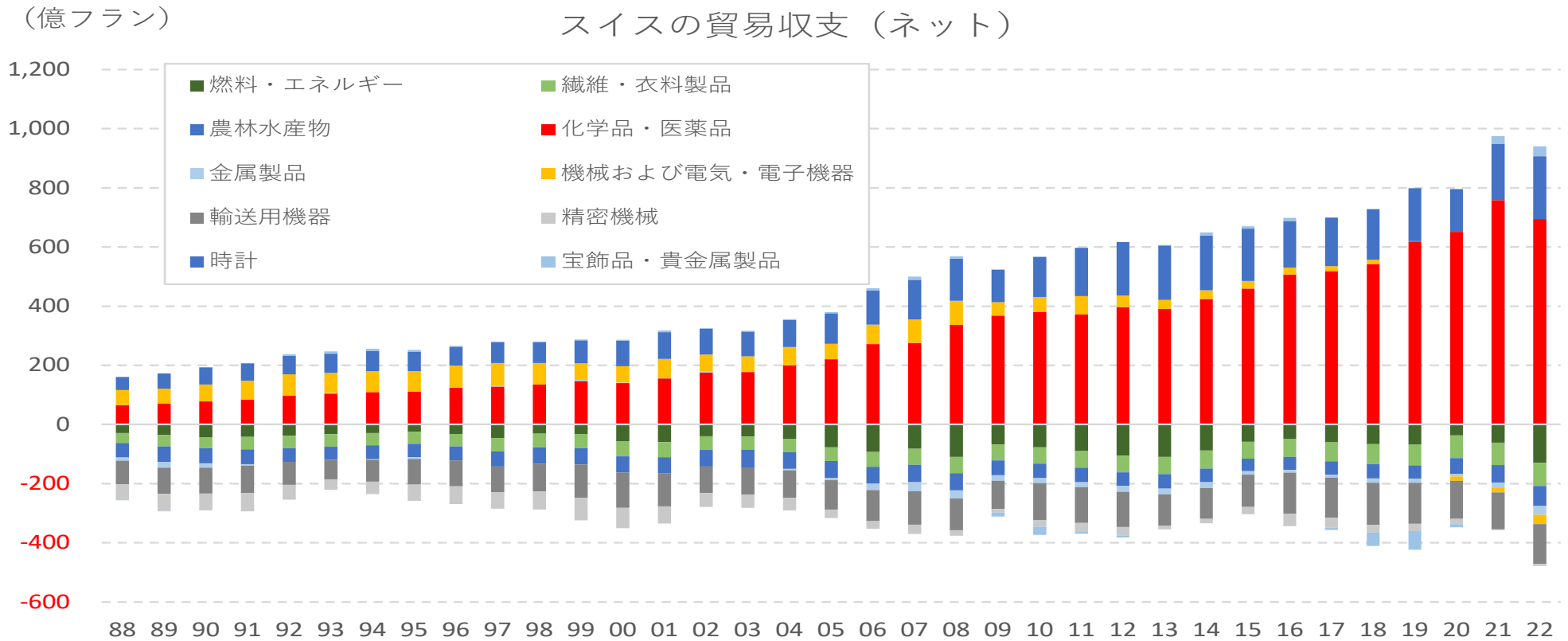
# ※補足：他国の経常収支状況～日本に実体経済はあるのか？～



# ※補足：他国の経常収支状況～スイスはお手本か？～

## ◆ スイスは貿易赤字国から貿易黒字国へ転換した先進国。

- 主要輸出品は時計と薬。徹底的に高付加価値モデル。
- 日本でここに相当する財はあるか？農産品？蓄電池？



(資料) macrobond

◆ 「未成熟な債権国」→「成熟した債権国」→「債権取り崩し国」

➤ 統計上は⑤でも、実態上は⑥では？

➤ 例えばサービス収支主導で経常収支が赤字になることは？

国際収支の発展段階説

					現在	未来？
	①未成熟な債務国	②成熟した債務国	③債務返済国	④未成熟な債権国	⑤成熟した債権国	⑥債権取り崩し国
経常収支	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字
財・サービス収支	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字	赤字
第一次所得収支	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
対外純資産	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
金融収支	黒字	黒字	赤字	大幅赤字	赤字	黒字

(資料)筆者作成



- ◆ 当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ◆ 当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。
- ◆ 投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。
- ◆ また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- ◆ 資料内容は個人的見解を含み所属組織の見解を示すとは必ずしも限りません。

---

ともに挑む。ともに実る。

**MIZUHO**

